

四季度央行调查问卷点评

消费意愿回升缓慢但持续

四季度调查问卷数据环比三季度，较多细项出现环比回落，但整体来看不算差；宏观经济热度指数虽然回落，但整体水平不低；企业财务状况整体依然较好，受原材料购进价格指数回落幅度更大影响，盈利空间稍有改善；居民收入感受和收入信心均较三季度环比回升，消费意愿也较三季度上升。

- 宏观经济热度指数继续回落。
- 企业经营向好，但需关注中小微企业经营情况。
- 货币政策全面降准、非对称降息。
- 消费仍在缓慢改善。
- 经济复苏波动大，但办法还是比困难多。央行四季度调查问卷显示，宏观经济热度较三季度继续回落，但企业财务状况整体较好，并且在原材料价格指数回落幅度较出厂价格更大的情况下，企业盈利空间环比小幅改善，海外订单回落比较明显，国内订单基本稳中环比小幅上升，经济复苏将来或更加依赖内需拉动，特别是居民的收入感受、收入信心、消费意愿都较三季度有不同程度的上升，也印证了内需恢复斜率虽然平缓但持续。四季度我国经济增速回落的压力加大，但宏观政策稳增长的措施力度也明显加大，我们认为一季度经济增长的季节效应导致四季度宏观政策存在一定程度上的预调，不排除一季度进入稳增长政策的观察期，宏观政策多看少动。
- 外需或是一季度国内经济的扰动因素。当前通胀压力是海外经济复苏的最大不确定性因素，通胀主要来自三方面：一是秋冬季能源需求大幅上升，目前纽约原油期货价格已经重新回到 75 美元/桶上方，二是新冠疫情影响加剧，就业恢复的过程可能更加缓慢，三是供应链危机持续时间可能超预期，食品价格存在超预期上升风险。如果海外通胀超预期上行，可能影响海外需求复苏的进度，进而影响我国外需，考虑到一季度投资季节性偏弱、房地产行业仍受资金链影响、生产端在元旦春节假期期间停复工情况存在不确定性，外需的波动幅度如果超预期，可能成为宏观政策加码稳定中小企业经营的重要触发因素。
- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《服务性消费可能成为四季度亮点：三季度央行调查数据简评》2020.10.12

《居民储蓄倾向上升，关注释放内需的政策举措：四季度央行调查数据简评》2021.1.19

《在复杂的国际形势下依靠内需和转型坚持复苏道路：一季度央行调查数据简评》2021.3.26

《问卷显示消费接棒供给端支撑复苏的概率较大：二季度央行调查数据简评》2021.7.6

《经济复苏面临冬季考验：三季度央行调查问卷点评》2021.10.10

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

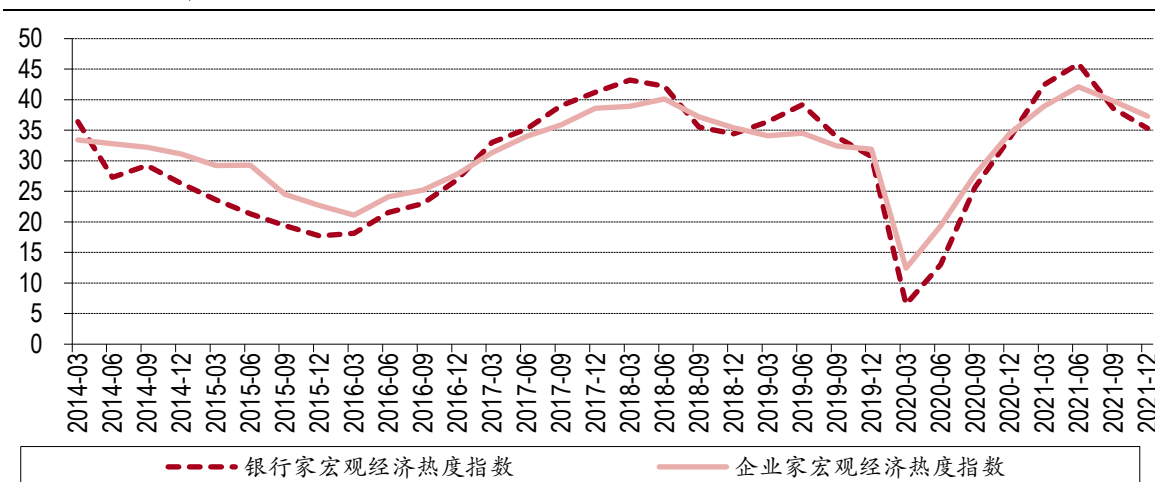
12月31日，央行发布2021年四季度企业家、银行家和城镇储户问卷调查结果。

宏观经济热度指数继续回落

企业家宏观经济热度指数为37.3%，比上季下降2.6个百分点，比去年同期提高2.8个百分点。其中，28.6%的企业家认为宏观经济“偏冷”，68.2%认为“正常”，3.2%认为“偏热”。银行家宏观经济热度指数为35.3%，比上季下降3.4个百分点。其中，有65.8%的银行家认为当前宏观经济“正常”，比上季减少6.0个百分点；有31.8%的银行家认为“偏冷”，比上季增加6.4个百分点。对下季度，银行家宏观经济热度预期指数为41.3%，高于本季6.0个百分点。

对宏观经济的乐观预期继续回落。四季度宏观经济热度指数继续回落，其中银行家宏观经济热度指数回落的幅度较企业家回落幅度更大，但从绝对值来看，仍在2017-2018年水平。我们认为四季度宏观经济热度指数回落的原因主要有两个：从银行家的角度看，房地产融资政策持续收紧之后，部分大型房地产企业陆续出现现金流风险事件，11月以来虽然融资政策边际放松，但目前也仅局限在按揭贷款和开发贷款范围内，考虑到房地产资产在银行信贷体系中占比较高，银行对房地产产业链信贷资产质量的担忧一定程度上会影响对宏观经济热度的判断；从企业家的角度看，四季度限产限电政策对企业经营造成直接影响，并且通过推升原材料价格，加剧部分中下游制造业原本就高企的生产成本压力，是造成企业家宏观经济热度指数下行的主要原因。

图表1. 宏观经济热度指数



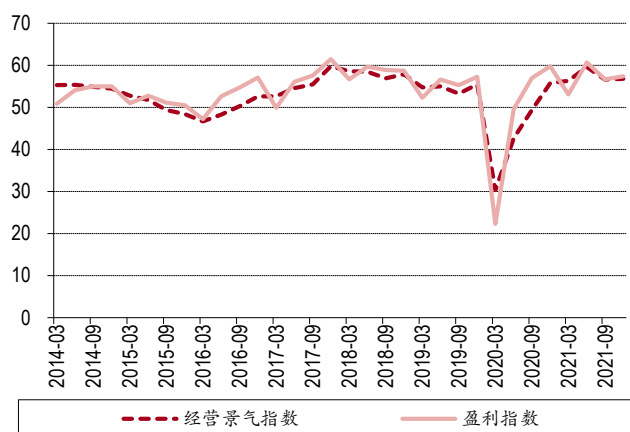
资料来源：万得，中银证券

企业经营向好，但需关注中小微企业经营情况

经营景气指数为56.8%，比上季提高0.2个百分点，比去年同期提高1.0个百分点。其中，25.8%的企业家认为本季企业经营状况“较好”，61.9%认为“一般”，12.3%认为“较差”。四季度企业经营景气指数较三季度有所回升，海外新冠疫情持续发酵，特别是在进入秋冬季之后，叠加欧美能源价格高企、供应链紧张未见缓解，我国国内供给优势进一步凸显。盈利指数为57.4%，比上季提高0.6个百分点，比去年同期下降2.5个百分点。其中，37.9%的企业家认为比上季“增盈或减亏”，38.9%认为“盈亏不变”，23.2%认为“增亏或减盈”。四季度企业经营景气指数有所上升，盈利指数上升幅度更大，这与工业企业利润11月同比增速快速下滑的情况有所背离，我们认为工业企业盈利四季度内波动较大，其中上游周期品行业盈利前期较好，保供稳价政策加码之后，上游盈利能力下降但中下游受成本压力影响盈利并未显著好转，因此不排除调查问卷显示的四季度盈利指数环比上行主要体现上游行业和龙头企业。

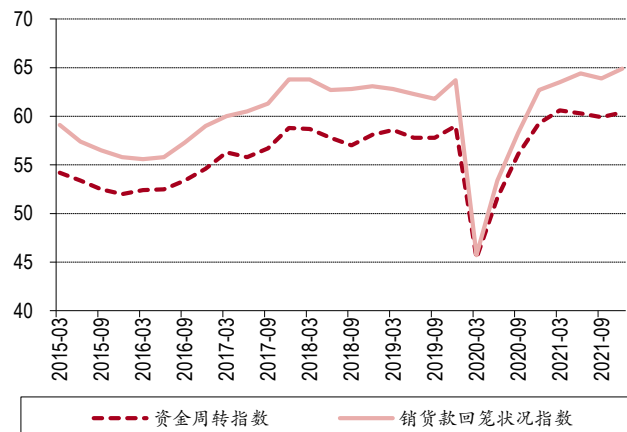
四季度企业财务数据依然向好。整体来看，无论是销货款回笼还是资金周转，都较三季度进一步好转，表明企业财务数据依然较为健康，经营整体稳健。销货款回笼指数为 64.9%，比上季提高 1.0 个百分点，比去年同期提高 2.2 个百分点。其中，37.0%的企业家认为本季销货款回笼状况“良好”，55.8%认为“一般”，7.2%认为“困难”。资金周转指数为 60.4%，比上季提高 0.5 个百分点，比去年同期提高 1.1 个百分点。其中，34.2%的企业家认为本季资金周转状况“良好”，52.4%认为“一般”，13.4%认为“困难”。

图表 2. 企业经营情况



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 资金状况

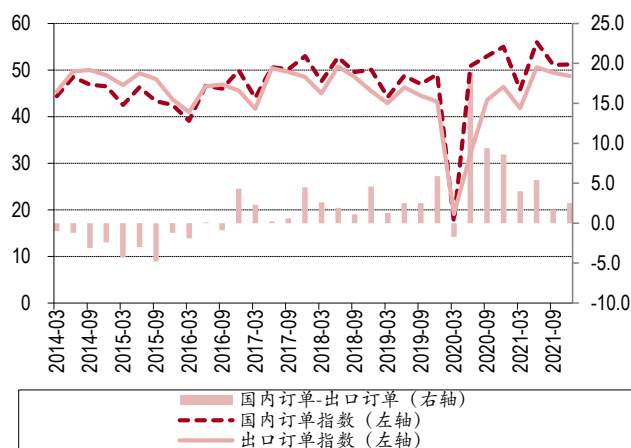


资料来源：万得，中银证券

外需对经济的拉动环比有所下降，内需的贡献小幅上升。出口订单指数为 48.7%，比上季下降 0.7 个百分点，比去年同期提高 2.3 个百分点。其中，19.1%的企业家认为本季出口订单比上季“增加”，59.2%认为“持平”，21.7%认为“减少”。国内订单指数为 51.2%，比上季提高 0.1 个百分点，比去年同期下降 3.9 个百分点。其中，21.5%的企业家认为本季国内订单比上季“增加”，59.3%认为“持平”，19.1%认为“减少”。

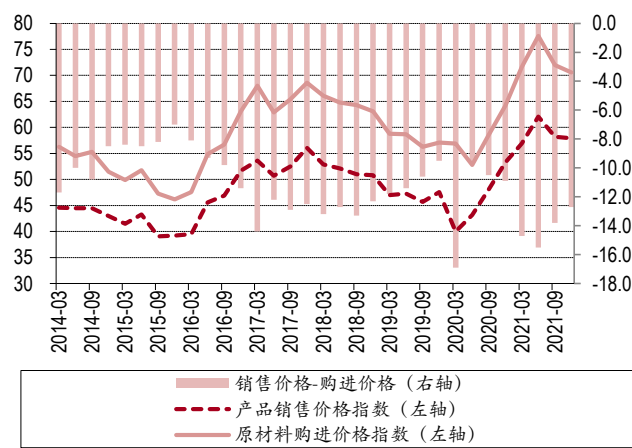
产品销售价格感受指数为 57.9%，比上季下降 0.3 个百分点，比去年同期提高 4.7 个百分点。其中，25.4%的企业家认为本季产品销售价格比上季“上升”，65.1%认为“持平”，9.5%认为“下降”。原材料购进价格感受指数为 70.6%，比上季下降 1.4 个百分点，比去年同期提高 6.4 个百分点。其中，47.4%的企业家认为本季原材料购进价格比上季“上升”，46.4%认为“持平”，6.2%认为“下降”。原材料购进价格高企给企业经营带来的成本压力仍在较高水平，但四季度环比三季度，原材料购进价格指数有所下降，一定程度上受到保供稳价政策的影响，产品销售价格指数也较三季度有所下降，但降幅明显小于原材料购进价格指数，同时显示出四季度企业盈利空间小幅上升。但需要关注的是，四季度开始以食品加工业为代表，部分产品开始出现提价趋势，未来可能逐渐反映在通胀数据当中。我们目前维持年报观点，2022 年通胀中枢将较 2021 年上升，CPI 和 PPI 增速整体显示出前高后低，但不会对经济构成通胀压力，也不会掣肘货币政策。

图表 4. 订单指数



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 价格指数



资料来源：万得，中银证券

四季度企业经营情况整体保持稳健，此前对盈利能力影响较大的原材料价格持续上行趋势，在保供稳价政策影响下出现下行，同时企业流动性和营收情况继续向好。但考虑到四季度调查问卷内容与12月制造业小型企业 PMI 指数的走势有所分歧，依然需要关注元旦春节假期前后，中小微企业生产经营情况的变化。另外需要关注的是，2021 年我国内需恢复速度缓慢，外需对经济增长贡献较大，但四季度海外订单边际开始走弱，虽然市场已经预期 2022 年外需对经济的拉动将大幅放缓，但仍需关注在海外财政刺激退坡和新冠疫情秋冬加剧的情况下，海外消费表现低于预期，带动我国外需超预期减弱的情况。

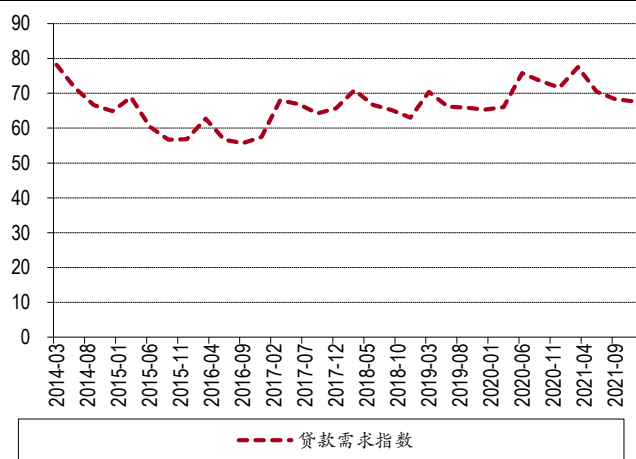
货币政策全面降准、非对称降息

贷款总体需求指数为 67.7%，比上季下降 0.6 个百分点，比上年同期下降 3.9 个百分点。分行业看，制造业贷款需求指数为 67.0%，比上季下降 0.4 个百分点；基础设施贷款需求指数为 60.8%，比上季下降 2.3 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 62.1%，比上季上升 1.6 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 44.4%，比上季下降 0.9 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求指数为 57.1%，比上季上升 0.9 个百分点；中型企业为 60.5%，比上季下降 0.2 个百分点；小微企业为 70.5%，比上季下降 1.6 个百分点。四季度贷款需求指数在不同行业和企业之间分歧较大，其中制造业、非对称贷款需求下降，并且基建贷款需求大幅下降，批零贷款需求上升，大型企业贷款需求上升，中型企业稳中有降，小型企业大幅下降。从行业的情况看，我们认为基建贷款需求下降，一个重要原因是地方政府债发行放量且提前，因此一定程度上挤出了贷款需求，房地产贷款需求下降未来可能持续反映在企业拿地积极性偏低方面，并且或持续影响地方政府财政收入。小微企业贷款需求大幅下降的背后，可能存在经营困境隐忧。

银行业景气指数为 70.2%，比上季上升 0.3 个百分点，比上年同期上升 2.3 个百分点。银行盈利指数为 64.8%，比上季下降 0.4 个百分点，比上年同期上升 3.9 个百分点。银行业盈利指数下降，主要受到宏观政策向实体经济让利的影响。

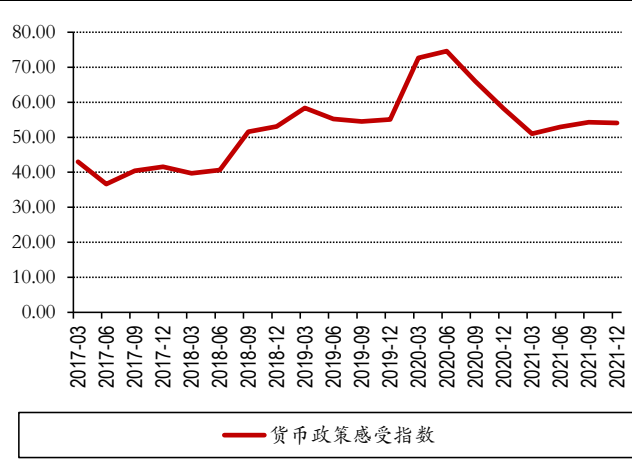
货币政策感受指数为 54.1%，比上季下降 0.2 个百分点，比上年同期下降 4.1 个百分点。其中，有 11.8% 的银行家认为货币政策“宽松”，比上季减少 1.2 个百分点；84.5% 的银行家认为货币政策“适度”，比上季增加 2.0 个百分点。对下季，货币政策感受预期指数为 58.9%，高于本季 4.8 个百分点。货币政策四季度开启了一次全面降准，释放资金约 1.2 万亿元，下调了一年期 LPR 利率 5BP，有利于降低中小企业和实体经济融资成本。从宏观政策整体来看，四季度政策放松的迹象明显，稳经济的趋势预计将在 2022 年延续。

图表 6. 贷款需求指数



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 货币政策感受指数



资料来源：万得，中银证券

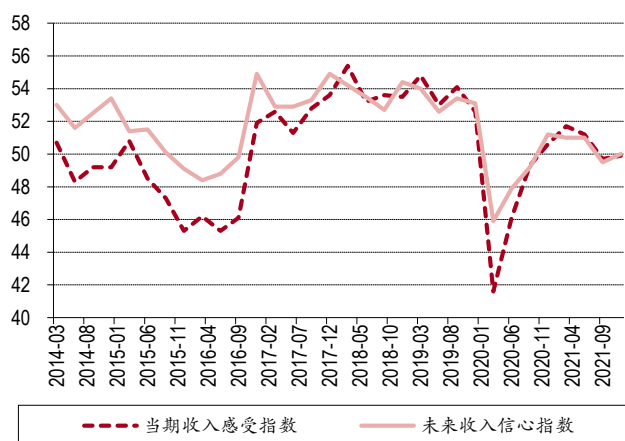
一季度经济重在企稳。四季度实际 GDP 同比增速大概率下行破 4%，因此 2022 年一季度实际 GDP 增速对全年经济运行非常重要，目前财政政策已经提前下达了地方政府专项债额度，延后落实了部分个税征收政策，并对实体经济部分部门进一步落实减税降费等政策。货币政策也实施了一次全面降准和非对称降息。我们认为当前宏观政策落地存在时间上的预调，一季度可能进入政策的观察期，特别是重点关注春节期间人员流动和消费状况。

消费仍在缓慢改善

城镇储户调查问卷显示四季度收入感受指数为 49.9%，比上季上升 0.2 个百分点。其中，13.6%的居民认为收入“增加”，比上季减少 0.2 个百分点，72.6%的居民认为收入“基本不变”，比上季增加 0.8 个百分点，13.9%的居民认为收入“减少”，比上季减少 0.6 个百分点。收入信心指数为 50.0%，比上季上升 0.4 个百分点。就业感受指数为 41.4%，比上季上升 0.6 个百分点。其中，12.7%的居民认为“形势较好，就业容易”，50.0%的居民认为“一般”，37.3%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”。就业预期指数为 49.3%，比上季下降 0.1 个百分点。四季度居民收入感受指数环比三季度小幅上升，居民收入信心指数也小幅上行，对未来消费持续释放构成支撑。

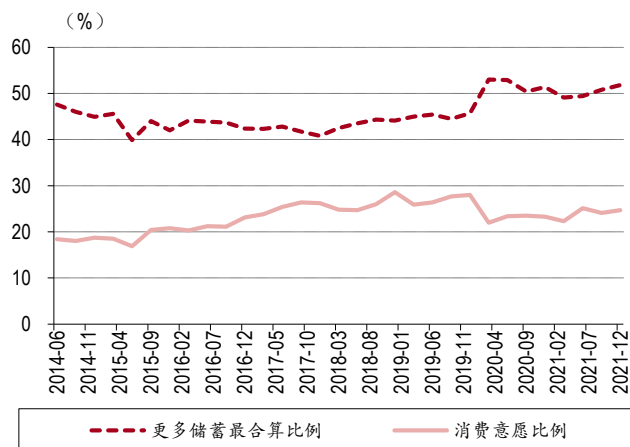
倾向于“更多消费”的居民占 24.7%，比上季增加 0.6 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 51.8%，比上季增加 1.0 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 23.5%，比上季减少 1.6 个百分点。居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”，选择这三种投资方式的居民占比分别为 47.0%、24.8%和 17.3%。居民消费意愿仍在上升，但储蓄意愿上升幅度更大，下降的是投资意愿，我们维持年报大类资产配置观点，2022 年大类资产内部结构分化的情况可能比较明显。

图表 8. 居民收入感受指数和未来收入信心指数



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 居民消费和储蓄意愿比例

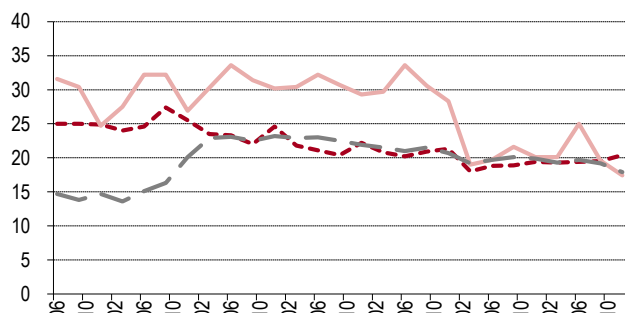


资料来源：万得，中银证券

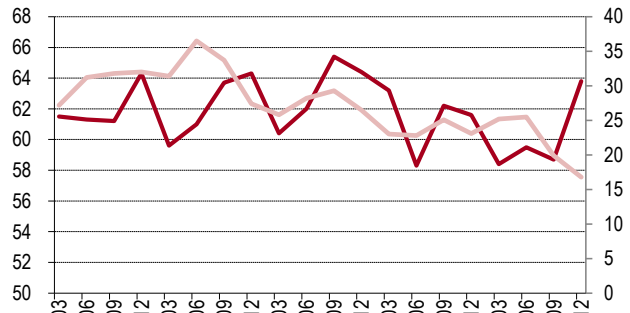
被问及未来 3 个月准备增加支出的项目时，居民选择比例由高到低排序为：医疗保健(28.7%)、教育(27.2%)、大额商品(20.4%)、购房(17.9%)、社交文化和娱乐(18.7%)、旅游(17.4%)、保险(14.1%)。四季度医疗保健和教育消费倾向上行属于季节性效应，与三季度相比，消费倾向上升的项目包括医疗保健、大额商品、社交文化娱乐和保险，消费倾向下降的则包括教育、旅游和购房。

居民对房价上涨的预期继续下降，但对物价的预期走高。对下季度，物价预期指数为 63.8%，比上季上升 5.1 个百分点。其中，32.3%的居民预期下季物价将“上升”，50.1%的居民预期“基本不变”，7.4%的居民预期“下降”，10.2%的居民“看不准”。对下季房价，16.8%的居民预期“上涨”，56.7%的居民预期“基本不变”，15.2%的居民预期“下降”，11.3%的居民“看不准”。

图表 10. 三大主要消费意愿比例



图表 11. 居民预期未来房价上涨的比例



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35582

